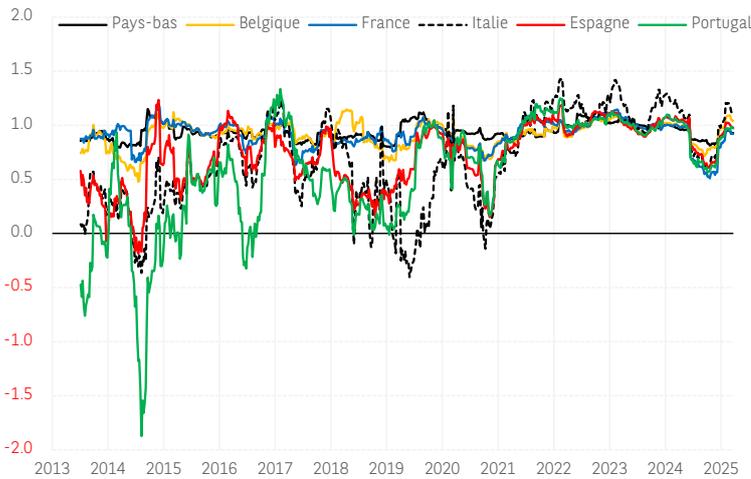


## PROPAGATION DE LA REMONTÉE DES RENDEMENTS DES BUNDS SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES DE LA ZONE EURO

**COEFFICIENT BÊTA SUR 26 SEMAINES GLISSANTES  
(VARIATION DU RENDEMENT À 10 ANS EN FONCTION DE LA VARIATION  
DU RENDEMENT À 10 ANS ALLEMAND ; DONNÉES HEBDOMADAIRES)**



GRAPHIQUE 1

SOURCES : LSEG, BNP PARIBAS

### RELATION ENTRE LES RENDEMENTS DU BUND ET CEUX DES PAYS DE LA ZONE EURO

a	b	c			d	e	f	g	h
	11 mars contre 4 mars : variation observée des rendements	Variation hebdomadaire du rendement des obligations souveraines à 10 ans en fonction de la variation hebdomadaire du rendement des Bunds à 10 ans (4 février 2022-27 décembre 2024)					Variation estimée	Observée moins estimée	Observée / estimée
		intercept	bêta	R <sup>2</sup> ajusté					
Allemagne	0,42								
Pays-Bas	0,403	0,001	1,014	0,947	0,427	-0,024	94%		
Belgique	0,362	0,002	0,989	0,951	0,418	-0,056	87%		
France	0,37	0,003	0,988	0,910	0,418	-0,048	89%		
Italie	0,39	-0,004	1,120	0,743	0,467	-0,077	84%		
Espagne	0,349	-0,001	1,002	0,887	0,420	-0,071	83%		
Portugal	0,372	-0,002	0,991	0,868	0,414	-0,042	90%		

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS

Le mercredi 5 mars, le rendement du Bund à 10 ans a augmenté de 30 points de base, soit la plus forte hausse depuis la chute du mur de Berlin. Il a continué à augmenter les jours suivants, atteignant un pic le 11 mars.

L'élément déclencheur a été l'annonce faite par Friedrich Merz (CDU) et les dirigeants de la CSU et du SPD lors d'une conférence de presse nocturne le mardi 4 mars 2025, durant laquelle ils avaient annoncé leur accord pour :

- réformer le frein à l'endettement
- exempter du frein à l'endettement les dépenses de défense supérieures à 1% du PIB
- créer un fonds de 500 milliards d'euros pour les investissements dans les infrastructures.

L'évolution du marché obligataire allemand a eu des répercussions importantes sur les marchés de la zone euro mais ce n'est pas une surprise. L'augmentation des rendements du Bund déclenche un rééquilibrage des portefeuilles, car les investisseurs qui visent un certain rendement ont besoin de moins d'exposition aux marchés à haut rendement pour atteindre leur objectif lorsque les taux à long terme allemands sont devenus plus attractifs. Cette tendance à l'arbitrage des investisseurs s'est intensifiée ces dernières années, étant donné que depuis février 2022 — lorsque les rendements des Bunds sont redevenus positifs — les corrélations bilatérales avec le marché allemand sont nettement plus élevées qu'auparavant. En Italie, par exemple, les trois quarts des variations hebdomadaires des rendements s'expliquent par les variations des rendements allemands.<sup>1</sup> Pour d'autres pays, les chiffres sont encore plus élevés, atteignant 95% aux Pays-Bas et en Belgique et 91% en France (tableau 1, colonne e). Le bêta de régression — la variation des rendements obligataires pour une variation donnée des rendements allemands — est également proche de 1 pour les différents pays (colonne d), ce qui implique, *a priori*, une transmission complète des variations des rendements du Bund.

Comme le montre le graphique 1, depuis la fin de l'année 2021, le bêta a augmenté de manière structurelle et la dispersion entre les bêtas des pays s'est considérablement réduite. Cela signifie que les rendements des marchés de la zone euro évoluent beaucoup plus en tandem qu'auparavant.

Cette relation statistique nous permet d'évaluer si, compte tenu de l'évolution des rendements du Bund, l'évolution des autres marchés a été conforme aux attentes (tableau 1, colonne h). Il semble que les différents marchés aient connu une certaine sous-réaction par rapport à ce qui s'est passé en Allemagne.

<sup>1</sup> Pour l'Italie, sur la base du R<sup>2</sup> d'une régression de la variation hebdomadaire des rendements italiens en fonction de la variation hebdomadaire des rendements allemands sur la période février 2022-décembre 2024, 74 % de la première est expliquée par la variation des rendements des Bunds. Pendant la période des rendements négatifs des Bunds (mars 2019-fin janvier 2022), le chiffre équivalent était de 12,5%. Entre janvier 2013 et mars 2019, il était de 9,4 %.

Cela a été particulièrement le cas en Italie et en Espagne, où l'augmentation des rendements a correspondu à 83%, respectivement 84%, de ce qui était attendu sur la base de l'analyse de régression. Néanmoins, ces pays, tout comme les autres, ont souffert d'un effet de contagion important des annonces faites en Allemagne. Il reste à voir si ces retombées financières négatives (coûts d'emprunt plus élevés) seront compensées, du moins en partie, par les retombées positives de l'augmentation des échanges avec l'Allemagne à la suite de l'impulsion budgétaire donnée dans ce pays. Un document de travail de la BCE (<sup>2</sup>) présente des simulations basées sur des modèles montrant qu'une augmentation de l'investissement public allemand de 1% du PIB pendant deux ans augmente la production allemande de près de 1,5%, mais que l'impact sur le reste de la zone euro est inférieur à 0,1%. Ces retombées limitées sont dues à la hausse des taux d'intérêt officiels en réaction à l'expansion budgétaire. Si la politique monétaire n'est pas resserrée, l'impact national sur la croissance est légèrement supérieur à 1,5% et les retombées sont également plus importantes (environ 0,25%). Dans l'ensemble, il apparaît que les retombées réelles devraient être limitées. Il est très difficile d'évaluer l'effet net sur la croissance en dehors de l'Allemagne, car il dépend de la sensibilité de la demande finale aux taux d'intérêt, de l'ampleur de l'augmentation des dépenses allemandes et du contenu en importations (non européennes) des dépenses supplémentaires. Les effets de confiance (un retour des esprits animaux) pourraient également jouer un rôle.

**William De Vijlder**

**Conseiller économique auprès de la direction générale**

<sup>2</sup> Source : Mario Alloza, Marien Ferdinandusse, Pascal Jacquinet, Katja Schmidt, Fiscal expenditure spillovers in the euro area : an empirical and model-based assessment, ECB occasional paper 240, avril 2020. Le document fait également référence aux recherches de Roel Beetsma et de ses coauteurs publiées en 2006, qui montrent qu'une « expansion budgétaire basée sur les dépenses de 1% du PIB en Allemagne conduirait à une augmentation moyenne de la production des autres économies de l'UE de 0,15% après deux ans ». L'effet serait plus important (0,4% après deux ans) dans les pays voisins (Autriche, Belgique et Pays-Bas). Ils mentionnent également des travaux du FMI en 2017 montrant un impact positif sur l'Europe de 0,26% d'un choc de dépenses publiques de 1% en Allemagne.



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

## ECOFFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

## ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

## ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

## ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

## ECOTV

Quel est l'évènement du mois ?  
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de déterminer une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

[https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets\\_360\\_Country\\_Specific\\_Notices.pdf](https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**  
voir le site des études économiques

ET

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**  
voir la page **linkedin** des études économiques

**OU TWITTER**  
voir la page **twitter** des études économiques



Bulletin publié par les Études Économiques – BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas](http://www.group.bnpparibas) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)  
Directeur de la publication : Jean Lemerre  
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change